

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

미리 보는 9월 증시 이슈

1. 초순: 점진적 경제 지표 둔화 확인

여름 증시가 AI 및 반도체 피크아웃 우려를 반영했다면, 가을 증시는 경기 피크 아웃 우려를 반영할 가능성에 주목할 필요가 있다. 시장의 관심이 반도체에서 경기로 이동할 수 있는 국면이다. 이번 3분기를 기점으로 경기 선행, 동행, 후행 지표들이 동반 점진적 둔화 양상을 보이며 경기 피크 아웃 우려가 대두될 것으로 보인다. 바텀업 관점에서 엔비디아의 실적 호조 등으로 AI 및 반도체 산업에 대한 우려는 다소 완화될 것으로 예상되나, 탐다운 관점에서 경기 우려가 뒤따라 제기되면서 증시 변동성 확대의 경계감은 지속될 것으로 예상된다. 지난 7월 이미 국내 증시가 단기적으로 과도하게 하락했기 때문에 경기 피크 아웃 우려에 대한 추가 하락 위험은 크지 않을 수 있으나, 반등 기대감을 약화시킬 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

증시와 가장 연동되는 선행 지표 측면을 살펴 보면, 8월 31일 발표될 국가데이터처의 7월 산업활동동향 보고서에 있는 경기선행지수 순환변동치 7월 수치가 18개월 만에 하락 전환할 것으로 예상된다. 7월 주식 시장 급락과 한은의 금리 인상 등 통화 긴축 정책 등이 반영되면서 7월 경기선행지수의 부진이 예상되며 6월대비 하락 전환할 가능성이 열려 있다. 경기선행지수 순환변동치는 순환적 관점에서 코스피 예측에 매우 중요한 경제 지표라는 점에서 하락 전환 이슈가 대두될 가능성이 크다. 2000년 이후 동 지표의 6번 고점 사례를 살펴 보면, 고점 이후로 1~3년 가량 하락 국면을 나타냈고 평균 하락 기간은 20개월로 나타났다. 이는 동 지표가 피크 아웃 할 경우 내년까지 지속적으로 하락할 가능성을 암시해 주고 내년까지 경기 둔화 우려가 지속될 가능성을 보여 준다. 가장 빠른 경기 선행 지표 중에 하나인 8월 소비자심리지수는 7월대비 하락한 104.5를 기록하며 둔화 양상을 보였다.

수출 환경은 하반기 양호한 상황이 지속 되겠으나, 미국 관세 인하, 반도체 업황 개선 등으로 작년 가을부터 본격적으로 회복되는 모습을 감안했을 때 기저효과가 약화되면서 YoY 증가율은 점차 둔화될 전망이다. 특히, MoM 기준으로 보면 작년 9월부터 수출이 크게 호조를 보이기 시작했기 때문에 9월 수출 증가율은 크게 낮아질 수 있다. 관세청에서 발표되는 9월 초순 1~10일 잠정 수출이 9월 11일에 발표되는 만큼 9월 11일 수출 증가율 둔화가 확인될 것으로 보인다. 최근 반도체를 중심으로 수출 호조가 지속되고 있으나 수출 증가율은 지난 6월 71%, 7월 63%, 8월 1~20일 수출은 56%로 점차 둔화되고 있다. 9월 수출 증가율은 기저효과 약화로 인해 40%대로 둔화될 가능성이 있다. 경험적으로 수출 증가율이 둔화되는 국면에서 코스피가 약세 압력을 받았기 때문에 수출センチメント 둔화 조짐은 증시에 부정적으로 작용할 수 있다.

2. 중순: 9월 미중정상회담 기대감, 미국 중간선거 등 정치 이슈

언론보도에 따르면, 9월 24일 미중정상회담이 예정되어 있다. 시진핑 중국 국가주석이 9월 23~25일 워싱턴을 방문할 예정이며 백악관 정상회담은 24일이다. 이번 정상회담은 지난 5월 트럼프 대통령의 중국 국민 방문에 대한 답방 성격의 회담으로 AI, 무역, 반도체 등 다양한 현안이 논의될 전망이다. 그리고 11월 만료되는 무역 휴전 협정의 연장이 발표될 것으로 예상된다.

보통 미중정상회담 직전의 시황은 기대감을 반영하기 때문에 주식 등 위험자산에 긍정적으로 작용한다. 다만, 최근 미국이 협상력을 높이기 위해 중국에 7.5% 추가 관세를 예고하고 있다. 회담이 임박한 상황에서 추가 관세가 현실화될지에 대한 의구심이 있는 상황이나, 대립 구도가 부각되면서 기대감을 약화시킬 수 있는 요인이 될 수 있다.

또한 이란 사태와 관련하여 중국이 가교 역할을 하면서 중동 리스크가 완화될 가능성도 열려 있다. 이란의 최대 교역국이 중국이기 때문에 미국의 이란 경제 제재는 중국과의 외교 마찰로 연동될 가능성이 크다. 특히, 이란 원유 수출의 대부분이 중국으로 향하고 있기 때문에 미국의 이란 원유 수출 억제 이슈는 중국에게도 상당히 중요한 이슈다. 이 부분에 대한 원만한 합의 여부도 중요한 변수가 될 전망이다.

한편, 11월 3일 미국의 중간선거를 앞두고 중간선거 이슈가 9월부터 본격화될 부각될 전망이다. 트럼프 지지율이 30%대 초반까지 하락하면서 선거의 향방이 점차 민주당에게 유리하게 흘러가고 있다. 여기에는 고 물가 상황이 지속되고 있다는 점, 이란 사태 장기화에 따른 피로도 확대 등이 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다. 다만, 공화당의 선거자금 규모가 더 크게 부각되고 있는 만큼 결과를 예상하기가 쉽지는 않다.

선거 직전에 선거가 주는 영향은 결국 ‘불확실성’이다. 투자 관점에서 선거 결과가 어떻게 나올지 모른다는 불안감이 위험 회피 성향으로 나타나는 경우가 많고, 선거 결과가 나온 이후에는 불확실성이 해소되면서 증시가 반등하는 경우가 많았다. 즉, 국내 증시는 미국 선거 전 하락, 선거 후 하락의 패턴이 일반적인 증시 패턴이었다고 볼 수 있다. 실제 코스피의 9월 계절성이 약하다는 점은 시장에 상당히 인지되어 있으나, 미국 선거가 있는 짝수 해 9월 평균 하락률은 더 크게 부진함을 확인할 수 있다. 2000년 이후 코스피 월 평균 등락률은 0.8%이나 9월 평균 등락률은 -0.7%로 낮고, 짝수 해 9월 평균 등락률은 -1.9%로 상당히 낮았다. 9월 중순 이후 선거 이슈가 부각되는 점은 시장의 불확실성 요인으로 작용할 전망이다.

3. 하순: 3Q 어닝 시즌 Preview

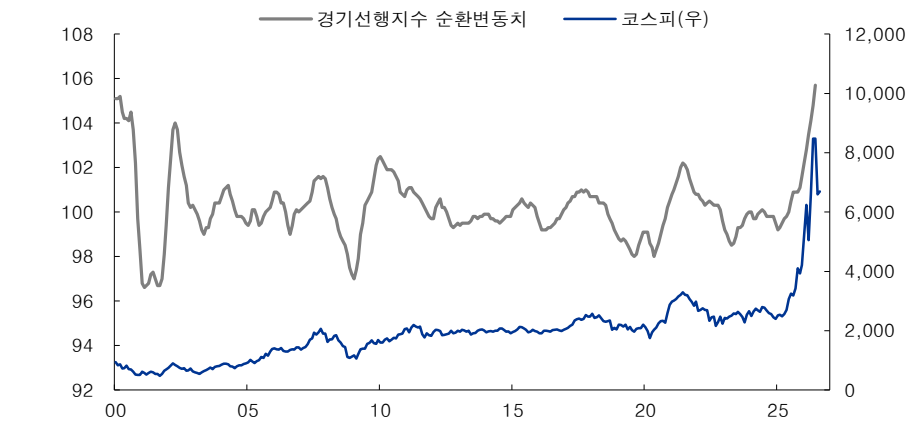
3Q 어닝 시즌이 9월 하순 실적 전망을 담은 Preview 보고서를 통해 본격 반영되기 시작할 전망이다. 기본적으로 3분기 실적은 시장의 예상치를 상회하기보다는 하회하는 경우가 더 많았다. 상반기 실적 호조에 따른 높아진 눈높이를 충족하지 못하는 경우가 많았기 때문이다. 일반적으로 3분기 실적 우려는 9~10월 국내 증시의 부진의 한 요인이 되기도 한다.

그런데, 현재 코스피 이익조정비율(FY1, 1M 기준)은 9.5% 수준으로 상당히 양호한 모습이어서 3분기 실적 우려가 크지 않을 가능성을 시사해주고 있다. 다만, 코스피 12M F. EPS는 작년 이후 지속적으로 상승하다가 7월 이후 Flat한 흐름을 보이고 있다. 여기에는 삼성전자, SK하이닉스 등 영향이 큰 반도체 대형주들의 실적 전망 상향 흐름이 최근 멈춘 영향이 크다고 추정된다. 삼성전자, SK하이닉스 3분기 영업이익 추정치도 하반기 들어 Flat한 흐름인데 여기에는 2분기 실적이 일정 부분 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 8월 들어 삼성전자 3분기 영업이익은 115조원 수준에서, SK하이닉스 3분기 영업이익은 79조원 수준에서 정제되어 있다.

3분기 실적 기대감이 유효할 수 있는 점은 시장을 이끄는 반도체 실적 전망이 최근 AI 노이즈 관련 이슈들에도 하향 조정되지 않고 있는 상황에서 주가가 크게 하락해 있어 가격 메리트가 부각될 수 있다는 점이다. 한편, 최근 원/달러 환율 급락은 반도체를 비롯한 수출 기업들에 환율 역효과로 작용하면서 실적 전망에 대한 부담 요인으로 작용할 수 있다.

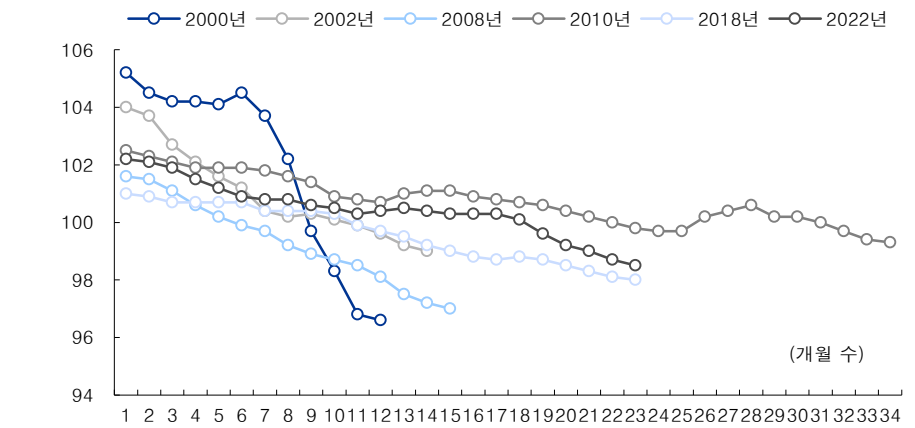
결론적으로 9월 국내 증시는 경기 둔화 조짐 이슈, 미중정상회담과 중간선거, 3분기 어닝 시즌 선 반영 등의 흐름으로 이슈를 반영해 갈 가능성이 크고, 이를 종합해 보면 시장이 크게 상승하거나 하락하기보다는 최근의 박스권 흐름을 이어갈 가능성이 크다고 판단된다.

그림 1. 2000년 이후, 경기선행지수 순환변동치와 코스피 추이



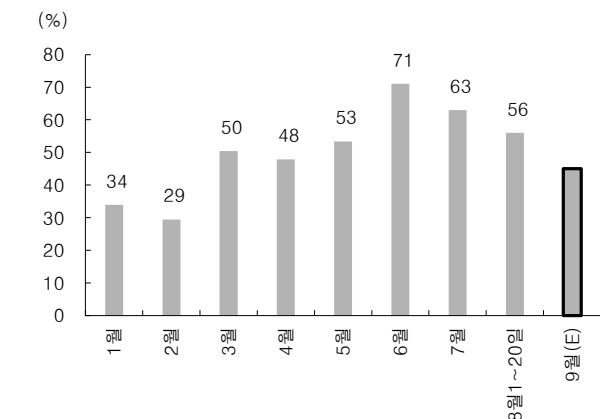
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 경기선행지수 순환변동치 고점 이후, 저점까지 하락 경로



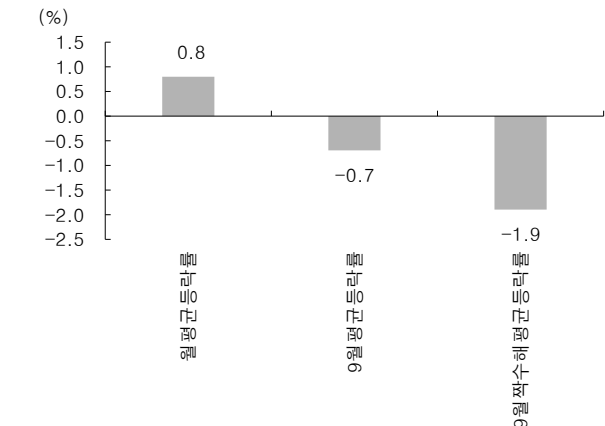
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 연초 이후, 수출 YoY 증가율 추이 및 전망



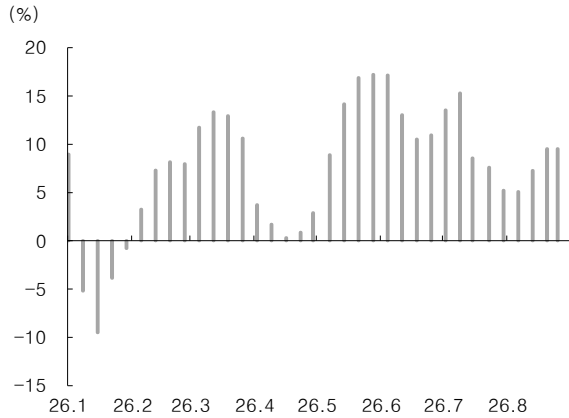
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 2000년 이후, 코스피 9월 평균 등락률



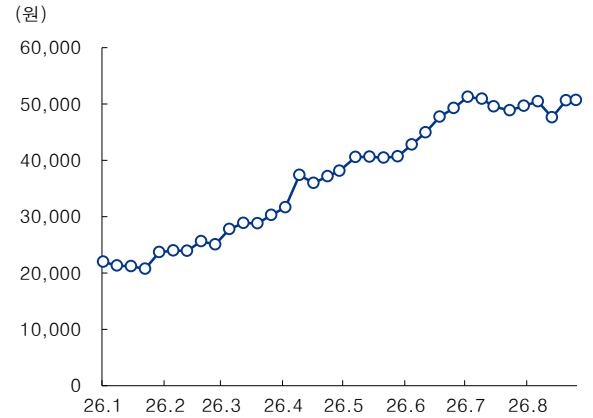
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 연초 이후, 코스피 이익조정비율 추이(FY1, 1M 기준)



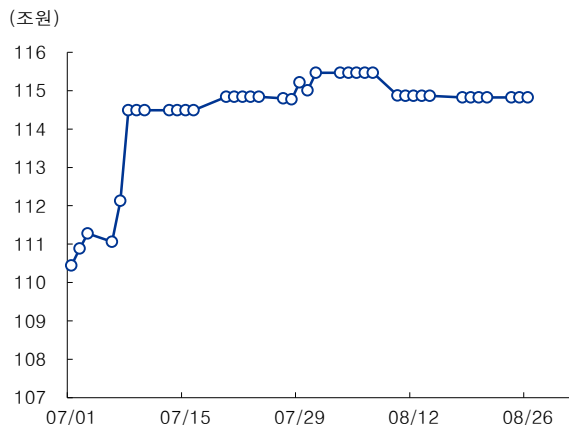
자료: 에프앤가이드Quantwise, IBK투자증권

그림 6. 연초 이후, 코스피 12M F. EPS 추이



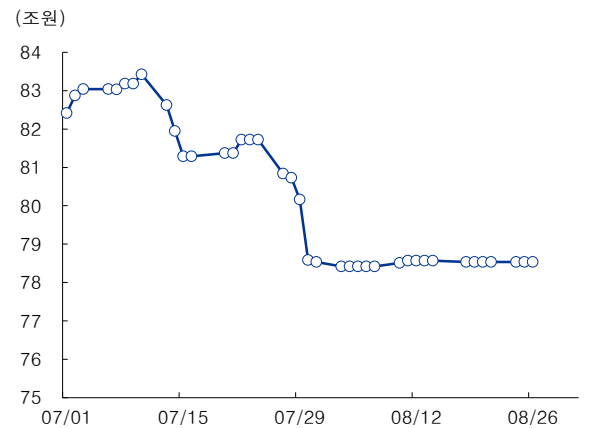
자료: 에프앤가이드Quantwise, IBK투자증권

그림 7. 하반기 이후, 삼성전자 3Q 영업이익 추정치 추이



자료: 에프앤가이드Quantwise, IBK투자증권

그림 8. 하반기 이후, SK하이닉스 3Q 영업이익 추정치 추이



자료: 에프앤가이드Quantwise, IBK투자증권